

Par le Centre de recherche sur la gestion (Cereg) – université Paris-Dauphine

Les rachats d'actions par les sociétés : quel impact sur les marchés ?

Edith Ginglinger et Jacques Hamon, professeurs à l'université Paris-Dauphine

Depuis l'entrée en vigueur de la loi du 2 juillet 1998, les rachats par les sociétés de leurs propres actions se sont considérablement développés en France. Sur la période 1999-2002, chaque année, entre 350 et 420 sociétés cotées ont fait voter un programme de rachats d'actions par leurs assemblées générales. Près de la moitié des sociétés françaises cotées s'ouvrent ainsi la possibilité de racheter leurs actions. Mais faire adopter un programme de rachat ne signifie pas que la société procède à des rachats effectifs. Sur la période précitée, en moyenne, seule la moitié des programmes ont donné lieu à au moins un rachat effectif. Au total, sur ces trois années, 34 milliards d'euros ont été consacrés aux rachats d'actions, soit un montant peu inférieur aux versements de dividendes sur la même période (39,6 milliards d'euros). Les rachats d'actions sont majoritairement le fait des plus grandes entreprises. Les actions ainsi rachetées peuvent être annulées, attribuées aux salariés qui exercent leurs stock-options, répondre à l'échange d'Océanes, être conservées dans la limite de 10 % du capital ou encore être revendues sur le marché. Les reventes d'actions représentent en moyenne un cinquième des rachats d'actions.

Dans une recherche récente sur la période 2000-2002¹, nous nous sommes interrogés sur la manière dont les sociétés rachetaient leurs actions, sur les stratégies mises en œuvre et l'utilisation éventuelle d'informations non publiques. Nous avons également examiné l'impact des rachats sur la liquidité des marchés. Les stratégies des entreprises qui procèdent à des rachats effectifs sont très diverses. Ainsi, certaines rachètent lors d'une seule séance de Bourse durant les trois années (4,5 % d'entre elles), tandis que d'autres sont présentes sur le marché de leurs

actions plus d'une séance sur trois (4,5 %). En moyenne, les sociétés rachètent leurs actions durant 31 séances par an. Les sociétés parviennent-elles à racheter leurs actions à un bon prix ? Pour répondre à cette question, nous avons comparé les cours des séances pendant lesquelles des rachats interviennent, aux cours des séances sans rachats : en moyenne, les premiers sont inférieurs aux seconds de 2 %, la différence étant un peu plus importante pour les entreprises les plus grandes. Les rachats d'actions sont bien effectués à des cours favorables. Mais ces achats à bon prix sont-ils anticipation

Un rachat d'actions peut entraîner une dégradation d'environ 10 % de la liquidité des séances.

ou réaction ? Les sociétés sont-elles en mesure d'acheter leurs actions avant une hausse des cours, anticipant des bonnes nouvelles et utilisant des informations privées ? Ou ne font-elles que soutenir le cours de leur action, après avoir constaté une évolution négative des cours ? Notre étude apporte une réponse négative à la première question : les sociétés achètent en contre-tendance, après une baisse des cours, mais ne sont pas en mesure, en moyenne, d'acheter avant une hausse des cours. Ce constat est rassurant pour les investisseurs. Cette moyenne cache toutefois des situations très diverses, et il n'est pas possible d'exclure l'utilisation d'infor-

mations privées dans certains cas. L'intervention des entreprises sur leurs propres actions est également susceptible d'avoir une incidence sur la liquidité des marchés. Deux hypothèses sont envisageables. Selon la première, l'entreprise, en passant des ordres d'achats à cours limité sur ses propres actions, augmente le nombre d'ordres en carnet, et améliore la liquidité. Selon la seconde hypothèse, le fait d'acheter en contre-tendance augmente l'asymétrie d'information sur le marché, et assèche la liquidité. L'utilisation d'informations non publiques conduit également à une réduction de la liquidité. Dans ces cas en effet, les ordres sont placés au marché sans indication de prix. Dans notre étude, nous observons les conséquences du placement d'ordres de rachats sur la fourchette et la profondeur. La fourchette correspond à l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs. Elle est d'autant plus réduite que la liquidité est importante. La profondeur est estimée par la quantité de titres placés sur les meilleures limites du carnet d'ordres. Sur le marché français, nous montrons une dégradation sensible de la liquidité des séances durant lesquelles l'entreprise rachète ses propres actions. Cette dégradation est de l'ordre de 10 %. Ainsi, l'intervention d'une société sur ses propres actions, en réduisant la liquidité de son marché, augmente les frais de transaction pour l'ensemble des investisseurs. Pour conclure, les rachats massifs de leurs actions par les sociétés se font essentiellement en contre-tendance pour soutenir les cours, mais ont pour conséquence de réduire la liquidité sur les marchés, et donc de renchérir les transactions pour les investisseurs.

1 «Actual share repurchases, timing and corporate liquidity», Cereg, disponible sur demande.